

## 中国景気は依然として力不足の展開

～通年の成長率見通しの下方修正は不可避の様相～

発表日：2015年6月11日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

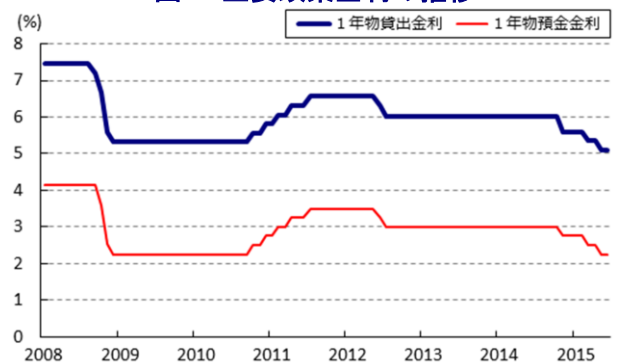
### (要旨)

- 昨年末以降の金融緩和に伴い、足下では資金需給環境に改善の動きが出ている一方、実体経済には目立った効果は出ていない。大都市での不動産市況の底入れや株価の急騰などは少なからず景気を押し上げようが、一方でバブル的な株価上昇は中国経済に新たなリスクをもたらしている可能性が懸念される。
- 金融市場が活況を呈するなか、資産効果は個人消費の底入れを促しつつあり、投資抑制の動きは広がっているが、必ずしも過剰設備解消に向かっていない可能性は残る。なお、外需の底入れに伴い生産は底打ちし、発電量にも底打ち感が出るなど、全体として同国経済が最悪期を過ぎつつある様子はいかがえる。
- ただし、足下の同国経済は依然力不足で4-6月期の実質GDP成長率は前年比ベースで前期(+7%)からの減速は不可避である。当研究所は先月通年の成長率見通しを前年比+6.9%としたが、足下の景気の弱さを勘案すれば、現時点においても一段の下方修正をせざるを得ないと想定している。

### 《景気支援策の効果は少しずつ発現しつつあるが、足下の景気力不足を勘案すれば下方修正は不可避の様相》

- 昨年末以降、中国人民銀行(中銀)は「穏健」とする従来の金融政策のスタンスを維持する一方、立て続けに政策金利や預金準備率の引き下げを実施するなど全面的な金融緩和に大きく動いている。習近平政権発足以降、共産党及び政府は構造改革や汚職防止の取り組みを強化しており、当初はその動きに伴う景気減速を一定程度容認する姿勢をみせており、その様子を「新常态」と評する姿勢をみせていた。しかし、取り組みが進展するにしたがって景気の減速感が一段と強まるとともに、不動産市場においては市況の調整圧力が強まり、昨年後半以降の原油市況の調整をきっかけとするデフインフレ基調が強まったことも重なり、資産デフレをきっかけに本格的なデフレに陥る懸念が高まった。さらに、地方を中心とする不動産市況の大幅な調整は、理財商品をはじめとするシャドーバンキングや地方債務の持続性に対する疑念を生み、金融市場のシステミックリスクに波及するとの懸念に繋がった。こうしたことから、人民銀は昨年中盤から徐々に「的を絞った」金融緩和を打ち出すことで景気を下支えする姿勢を強めてきたが、その後は全面的な金融緩和に踏み切り、足下の主要政策金利(1年物貸出金利)は世界金融危機直後の水準を下回るなど「未踏の領域」に入っている。一連の政策対応を行った理由について当局は、不動産市況の急激な調整などをきっかけに金融市場における信用収縮圧力が強まるなか、中小・零細企業を中心に資金需給がひっ迫することで経済活動に支障が生じる懸念が高まったことに対応したと説明しており、一連の対策のなかでも中小・零細企業を対象に優遇する動きが確認されている。ただし、直近における企業の景況感調査からは、特に製造業における中堅、中小・零細企業は依然として厳しい状況を脱しておらず、必ずしも実体経済の底入れに繋がる動きとはなっていない様子がうかがえる。その一方で、昨年末以降の金融緩和に加え、年明け以降は金利自由化に向けた取り組み

図1 主要政策金利の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

みを加速させていることも重なり、大銀行を中心に融資を活発化させる動きが出ている。結果、銀行融資の伸びは反転して急拡大して一部の大都市では不動産市況に底入れの動きが出ているほか、金融や不動産などにおける企業業績の回復期待を背景に株式市場への資金流入が活発化しており、主要株式指数である上海総合指数は急上昇して7年ぶりの水準に回復する動きも出ている。金融市場においては昨年末以降の金融緩和を素直に好感した動きがみられる一方、株式相場が実体経済や企業業績の動向と乖離する形で異常なペースで上昇するなど「バブル」の様相を呈していることへの懸念は小さくない。足下における株価の急上昇は個人投資家による投機的な取引の拡大に拠るところが大きい上、2000年代中盤に起こった「株バブル」の頃に比べて取引ツールの多様化や取引量自体も大幅に拡大しており、借入金を元にしたレバレッジ取引の割合も高くなっている。投資家の裾野が拡大したことは株価上昇が個人消費など実体経済に波及する度合いが高い一方、市況の調整が与えるリスクも格段に高まっていると言える。金融緩和が行われた当初、同国内の報道では株価上昇を「妥当」とする見解がみられたものの、上昇ペースが加速度を増すなかで過熱感を諫める動きも出ており、同国内における報道は共産党の意見を代弁していることを勘案すれば、当局も対応に苦慮している様子がうかがえる。一部に、不動産市場におけるバブル崩壊を株式市場でバブルを発生することで「穴埋め」しているとの見方もくすぶるなか、同国経済は新たな「火種」となり得るリスクを抱えたと言えよう（詳細は9日付レポート「[中国は「バブル」で「バブル」の清算を目指すのか?](#)」をご参照ください）。

- 金融市場の活況が確認されるなか、足下の実体経済を取り巻く環境は全体的には依然厳しい状況を脱していないと判断されるものの、一部に明るい材料が出つつあることも確認されている。上述のように、個人投資家による投機的な取引が足下における株価急上昇をけん引しているなか、株価上昇に伴う資産効果は個人消費を少なからず押し上げる一因になっていると考えられる。**5月の小売売上高は前年同月比+10.1%**と前月（同+10.0%）からわずかに加速しており、生鮮品を中心とする食料品の物価下落を背景にインフレ率が低下したことを勘案すれば、実質ベースでは加速感が一段と高まっているものと判断出来る。季節調整値ベースの前月比も+0.81%と前月（同+0.72%）から加速しており、年明け直後を底に拡大基調を強める動きが確認されるなど、足下における株価上昇は個人消費を後押ししていると考えられる。共産党及び政府による汚職対策の影響により、依然として高額消費は勢いに乏しい展開が続いているものの、一部の大都市で不動産取引に底入れの動きが出ていることを反映して建材のほか、家具などの耐久消費財需要が拡大していることも個人消費を押し上げている。一方、ここ数年の経済成長のけん引役となってきた**固定資本投資**は減速感が増しており、年初からの**累計ベースで5月は前年同月比+11.4%**と前月（同+12.0%）から鈍化しており、前月比も+0.86%と前月（同+0.87%）から減速基調を強めている。分野別では、食糧増産の動きに伴い農林漁業では依然大幅な伸びが続いている一方、国際商品市況の調整を受けて鉱業部門で軒並み投資縮小の動きが広がっているほか、設備過剰が課題となっている製造業でも調整圧力が高まっている。政府主導によるインフラ投資を中心とした公共投資拡充の動きを反映して、電力関連や運輸関連、水利関連をはじめとする公益部門のほか、サービス関連では依然として活発な投資が続いている。なお、固定資本投資全体では民間部門の伸びが公的部門を上回る伸びをみせる一方、サービス関連での投資は公共部門の伸びが高いなど公共投資に大き

図2 発電量(前年比)の推移



く依存している様子もうかがえる。他方、製造業部門では国有企業が投資抑制の動きを強める一方、民間企業は相対的に投資抑制の動きが鈍いことから、依然として設備や在庫などの過剰状態の解消は道半ばの状況にあると判断出来よう。5月は外需に底入れの動きが出ているほか、内需についても固定資本投資は鈍化する一方、個人消費には堅調さがうかがえるなか、**5月の鉱工業生産は前年同月比+6.1%**と前月（同+5.9%）から加速しており、生産者物価が3年以上に亘ってマイナスとなっていることから、実質ベースでは加速感が一段と強まったと判断出来る。前月比は+0.52%と前月（同+0.58%）からわずかに鈍化しているものの、年明け直後と比較して拡大ペースは加速しており、輸出関連産業を中心に生産に底離れの動きが出ていることが確認された。こうした動きを反映するように、5月の発電量は前年同月比+3.3%と前月（同+4.7%）から減速したものの、基調としては底離れを示唆する動きがみられるなど、経済指標の動きからは低迷が続いてきた同国経済が最悪期を脱しつつあると判断出来よう。

- 今年3月の全人代（全国人民代表大会）において、同国政府は今年の経済成長率目標を「7%前後」に引き下げるとともに、同国経済にとって長年の懸案事項となってきた国営企業改革のほか、税・財政改革、価格メカニズムや行政機構に対する改革、金利自由化をはじめとする金融深化など、様々な面で構造改革を前進させる姿勢を打ち出している。一方、1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比ベースでは+7.0%と成長率目標をクリアしたものの、前期比年率ベースでは+5%をやや上回る程度に留まっており、極めて厳しい状況にあることが確認されている。こうしたことから、党・政府は一段の金融緩和に加え、インフラ投資を中心とする公共投資の拡充、予算執行の前倒しなど金融・財政政策を駆使することで景気支援を図る姿勢を打ち出している。また、不動産市況の調整圧力がなかなか収まらないことで金融市場のシステムリスクに発展することを阻止すべく、地方政府債務に対する債務スワッププログラムを発表し、今月には対象を拡充する動きをみせるなど政策を総動員している。ただし、足下においては一部でこれらの政策効果が発現する動きがみられる一方、全体として景気は勢いを欠く展開は変わっておらず、4-6月期についても3分の2が経過した段階では加速感に乏しいと判断出来る。したがって、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比ベースで7%を下回ることは避けられず、年後半にかけては一連の景気支援策の効果発現が期待されるものの、当研究所は直近において通年の経済成長率見通しを前年比+6.9%と「7%」のハードルをクリア出来ないとした。しかし、足下の状況は成長率見通しをもう一段下方修正せざるを得ないものと考えている。なお、IMF（国際通貨基金）が先月派遣したIV条協議に基づく年次審査団は、今年の経済成長率の見通しを前年比+6.8%、来年は同+6.25%に減速するとの見方を示しており、同国景気に対する見方は厳しさを増していると言えよう。

以 上